

## 行业深度研究

证券研究报告

## 房地产服务

买入（维持评级）

## 房地产组

分析师：杜昊昱（执业 S1130521090001） 分析师：王祎馨（执业 S1130523090003）  
duhaomin@gjzq.com.cn wangyixin@gjzq.com.cn

## 物管行业韧性较强，国企物企表现更优

## 核心观点

**整体收入增速放缓，国企增速高于民企。**2023年上半年50家上市物企收入总额1248亿元，同比+9.4%，相较2022年同期27.8%的增速有明显放缓。主要因为：①与地产关联度较高的非业主增值服务受到较大影响下滑较大；②社区增值服务被重新定位，多数公司调结构。其中，国企物企收入增速+19.5%，民企且未展期物企收入增速+11.6%，民企且已展期物企收入增速-1.2%；无关联房企物企收入增速+15.0%。当前国企及民企背景的物企明显分化，与地产行业国企民企的分化趋势一致，主要因为当前国企开发商在销售、拿地、融资等多方面的表现均优于多数民营开发商，能够给予关联物企更大支持。

**国企利润增速放缓，多数民企利润下滑。**2023年上半年50家上市物企归母净利润总额111亿元，同比+0.4%。主要因为：①多数物企综合毛利率下滑。②部分民企物企对应收账款等计提了大额减值，导致当期大幅亏损。③对商誉计提减值。从归母净利润同比增速来看，国企物企为+26.2%，民企且未展期物企为-1.4%，民企且已展期物企为+4.8%（去年同期计提大额减值，释放业绩压力），无关联房企物企为+0.6%。国企物企和民企物企之间的利润分化程度较收入分化更为显著，主要因为在毛利率下滑和应收账款&商誉减值方面，民企物企表现不及国企物企。

**贸易应收账款周转天数拉长成行业共性问题。**2023年50家上市物企上半年贸易应收账款周转天数整体约121天，较2022年底增加约13天，这主要因为：①宏观环境的影响，物业费收缴情况不如往年；②ToG类业务账期拉长；③民营开发商陷入困境支付能力下降。国企物企、民企且未展期物企、民企且已展期物企、无关联房企物企2023年上半年贸易应收账款周转天数中位数分别为79天、125天、171天和109天。

**商誉有所下降，并购趋向谨慎。**2023年上半年50家上市物企商誉合计355亿元，同比下降13.4%，较2022年底下降6.8%。主要因为上市物企延续了对收并购的谨慎态度。根据中指院，2023年上半年上市物企共发生70宗并购事件，但交易对价普遍较小，单项并购金额超过5亿元的案例仅一宗，并购交易对价合计仅25亿元，同比下滑66%。

**基础物管抗周期性强，国企在管规模增速超民企。**基础物管因为“存量+增量”的商业模式，通过“内生+外拓”共同驱动增长，抗周期性较强。2023年上半年20家样本物企的基础物管收入同比增速为16%，是各项业务中最快的，在总收入中的占比较2022年同期提升了4个百分点至65%。非业主增值服务收入同比下滑17%，占总收入的比重同比下滑了3个百分点至9%；社区增值服务收入同比增长7%，增速较去年同期下降8个百分点。2022年以来，国企物企的在管面积增速开始高于民企物企。截至2023年中期，国企物企、民企且未展期物企、民企且已展期物企的在管面积分别较去年同期+27.6%、+15.2%、+8.5%；分别较2022年年底+13.2%、+6.4%、+4.9%。主要由于：①民企物企的关联房企新交付面积下降，而国企房企交付节奏稳定。②国企物企成为收并购市场的主角。③部分民企物企口碑受损，外拓不及预期。④多家民企物企从注重增速转向注重质量，退出了大量低效盘。

## 投资建议

短期关联房企的发展状况对物企仍有较大影响，国企开发商在销售、拿地、融资端的表现均好于民企，部分头部央国企及改善型房企具备竞争优势，有望实现强者恒强，因此短期国企物企业绩更为稳健，推荐建发物业、华润万象生活、中海物业、保利物业。同时我们也看好滨江服务，其关联房企虽是民企，但经营稳健，深耕基本面较好的浙江区域，主打中高端改善型产品，其销售全年有望持续维持正增长态势。

## 风险提示

地产销售复苏程度低于预期；外拓市场恶性竞争；增值服务发展不顺；应收账款坏账超预期；商誉减值风险

## 内容目录

样本说明 .....	4
物管行业基本面韧性较强 .....	4
利润表：收入利润增速放缓，国企民企分化明显 .....	5
整体收入增速放缓，国企增速高于民企 .....	5
国企利润增速放缓，多数民企利润下滑 .....	6
整体毛利率小幅下滑，国企下滑幅度小于民企 .....	7
降本增效管控费用，销管费用率持续下滑 .....	8
资产负债表：应收账款周转天数拉长，现金保持充裕 .....	9
贸易应收账款周转天数拉长成行业共性问题 .....	9
商誉有所下降，并购趋向谨慎 .....	10
净现金小幅下滑，整体依然充裕 .....	12
业务结构分析：基础物管抗周期性强，国企面积增速超民企 .....	12
基础物管抗周期性强，非业主增值同比下滑 .....	12
国企在管面积同比增速超过民企 .....	13
投资建议 .....	14
风险提示 .....	15

## 图表目录

图表 1：本文各类表述所对应的物业公司明细 .....	4
图表 2：百强房企累计全口径销售金额及同比走势 .....	5
图表 3：百强房企单月全口径销售金额及同比走势 .....	5
图表 4：物企营收下滑幅度小于房企 .....	5
图表 5：物企归母净利润下滑幅度小于房企 .....	5
图表 6：1H23 上市物企收入总额同比+9.4% .....	6
图表 7：各类样本物企的收入增速走势 .....	6
图表 8：1H23 上市物企收入前 20 名 .....	6
图表 9：1H23 上市物企归母净利润总额同比+0.4% .....	7
图表 10：各类样本物企的归母净利润增速走势 .....	7
图表 11：1H23 上市物企归母净利润前 20 名 .....	7
图表 12：1H23 上市物企毛利率同比下滑 1.9 个百分点 .....	8
图表 13：各类样本物企的毛利率走势 .....	8
图表 14：1H23 上市物企毛利率前 20 名 .....	8
图表 15：1H23 上市物企销管费用率同比下降 0.6 个百分点 .....	9
图表 16：各类样本物企的销管费用率走势 .....	9
图表 17：1H23 上市物企销管费用率前 20 名 .....	9
图表 18：1H23 上市物企贸易应收账款周转天数持续走高 .....	10
图表 19：各类样本物企的贸易应收账款周转天数走势 .....	10
图表 20：1H23 上市物企贸易应收账款周转天数前 20 名 .....	10

图表 21: 1H23 上市物企商誉总额同比-13.4%.....	11
图表 22: 各类样本物企的商誉走势（亿元）.....	11
图表 23: 1H23 上市物企商誉前 20 名.....	11
图表 24: 上市物企收并购交易金额自 2021 年后持续放缓.....	11
图表 25: 1H23 上市物企净现金总额同比+16.3%.....	12
图表 26: 各类样本物企的净现金走势.....	12
图表 27: 上市物企 2022 年净现金前 20 名.....	12
图表 28: 样本物企各业务收入的同比增速走势.....	13
图表 29: 样本物企各业务收入的占比走势.....	13
图表 30: 不同类型物企 2022 年各业务收入同比增速对比.....	13
图表 31: 1H23 国企物企在管面积同比增速高于民企物企.....	14
图表 32: 1H23 上市物企在管面积前 20 名.....	14
图表 33: 覆盖的物业公司估值表.....	15

## 样本说明

自 2021 年下半年以来，地产行业进入下行周期，房企的经营状况在一定程度上影响其关联上市物业公司的业绩表现。因此本文在分析整个物业板块的业绩表现之外，还根据关联房企的背景及情况，将上市物企分成了国企、民企且关联房企未展期、民企且关联房企已展期、无关联房企共四类进行对比分析。本文表述所对应的物业公司明细如下表所述。

图表1：本文各类表述所对应的物业公司明细

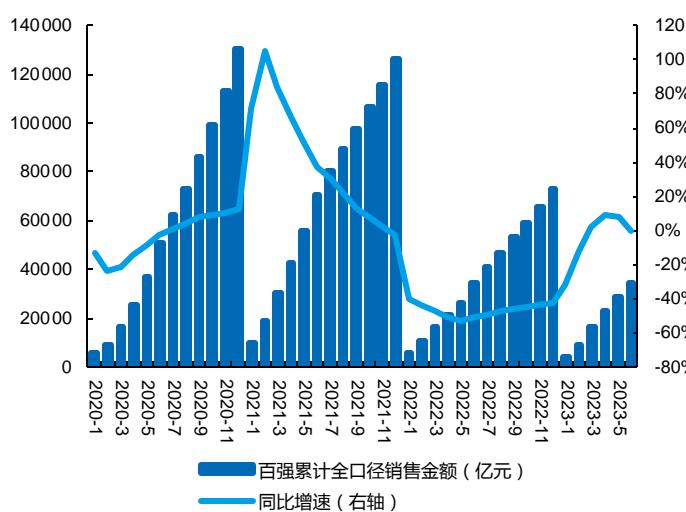
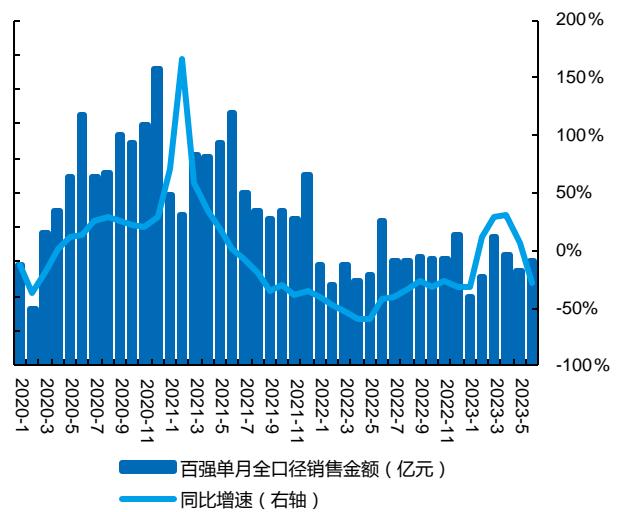
类型	物业公司
50 家上市物企	<b>H 股 46 家：</b> 华润万象生活、中海物业、保利物业、绿城服务、万物云、碧桂园服务、雅生活服务、金科服务、融创服务、滨江服务、建发物业、越秀服务、彩生活、世茂服务、新城悦服务、建业新生活、金茂服务、中骏商管、卓越商企服务、宝龙商业、德信服务集团、融信服务、远洋服务、合景悠活、和泓服务、星盛商业、新希望服务、华发物业服务、金融街物业、朗诗绿色生活、弘阳服务、苏新服务、德商产投服务、荣万家、时代邻里、银城生活服务、祈福生活服务、京城佳业、佳兆业美好、第一服务控股、正荣服务、润华服务、中奥到家、鲁商服务、浦江中国、宋都服务  <b>A 股 4 家：</b> 特发服务、招商积余、新大正、南都物业
20 家样本物企	华润万象生活、保利物业、中海物业、金茂服务、建发物业、越秀服务、滨江服务、万物云、雅生活服务、新城悦服务、绿城服务、新希望服务、碧桂园服务、世茂服务、金科服务、融创服务、建业新生活、新大正、南都物业、苏新服务
国企样本物企 (简称“国企物企”)	华润万象生活、保利物业、中海物业、金茂服务、建发物业、越秀服务、万物云
民企且关联房企未展期的样本物企 (简称“民企且未展期物企”)	雅生活服务、滨江服务、新城悦服务、绿城服务、新希望服务
民企且关联房企已展期的样本物企 (简称“民企且已展期物企”)	碧桂园服务、世茂服务、金科服务、融创服务、建业新生活
无关联房企的物企	新大正、南都物业、苏新服务

来源：wind，国金证券研究所 注：旭辉永升服务未发布业绩

## 物管行业基本面韧性较强

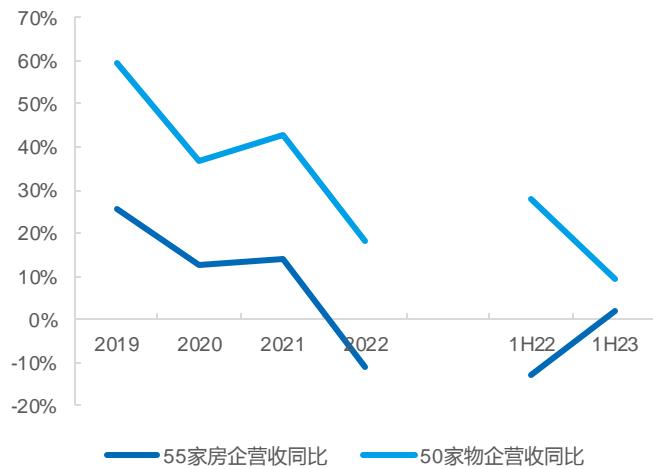
房企业绩承压，物业企业基本面韧性较强。2023年上半年，55家房企（详见《业绩持续承压，分化是主旋律》）营收同比+2.0%，50家物企营收同比+9.4%。55家房企归母净亏损约290亿元，同比由盈转亏；50家物企归母净利润约111亿元，同比+0.4%。由于物业行业具备“存量+增量”的商业模式，物企业绩下滑幅度普遍小于房企，基本面仍具有较强的韧性。

而同期百强房企销售承压。今年一季度由于前期积压需求的集中释放，1-3月全口径销售金额累计23056亿元，累计同比+2.2%。进入二季度后市场热度逐渐衰退，房企销售持续承压，1-6月全口径销售金额累计34563亿元，累计同比-0.4%，年内累计同比首次转负。

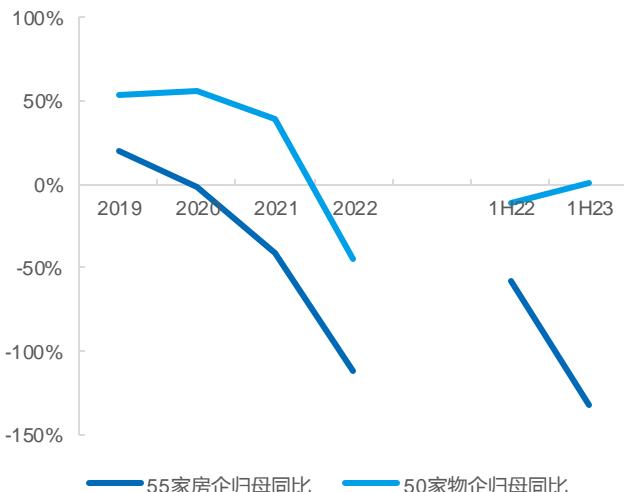
**图表2：百强房企累计全口径销售金额及同比走势**

**图表3：百强房企单月全口径销售金额及同比走势**


来源：克而瑞，国金证券研究所

来源：克而瑞，国金证券研究所

**图表4：物企营收下滑幅度小于房企**


来源：wind，国金证券研究所

**图表5：物企归母净利润下滑幅度小于房企**


来源：wind，国金证券研究所

## 利润表：收入利润增速放缓，国企民企分化明显

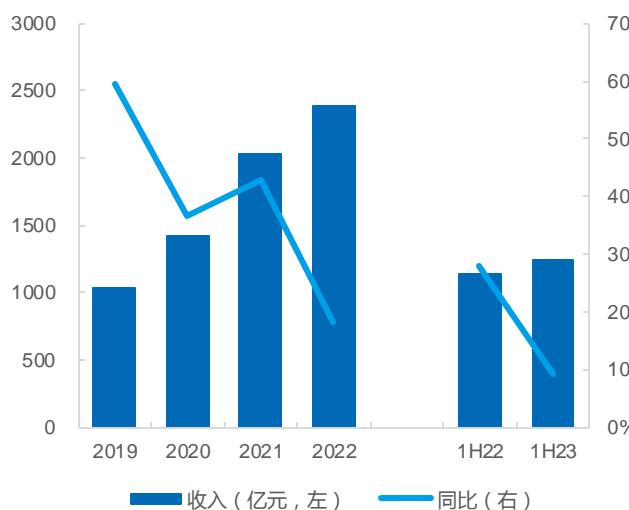
### 整体收入增速放缓，国企增速高于民企

2023年上半年，50家上市物企收入总额1248亿元，同比+9.4%，相较2022年同期27.8%的增速有明显放缓。主要原因：①2023年上半年地产销售持续下行，与地产关联度较高的非业主增值服务受到较大影响，样本物企非业主增值服务收入同比增速为-17%，相较2022年同期4%的增速由升转降，其中部分民企物企的该块业务收入同比下滑幅度超70%。②社区增值服务被重新定位，部分物业公司对低毛利率的增值服务进行了调整，减少该块业务规模或转平台，以及部分ToC端的增值服务复苏不及预期，上半年收入增速放缓。2023年上半年样本物企社区增值服务收入同比增速为7%，在2022年同期16%的增速上进一步放缓。

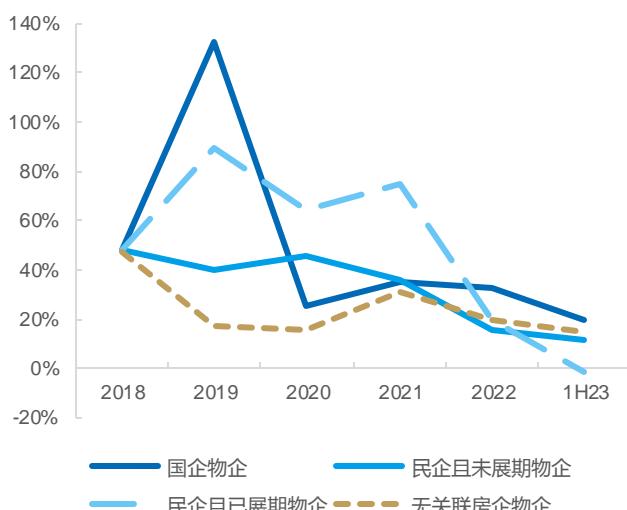
从各类样本物企的收入同比增速来看，2023年上半年国企物企为+19.5%，民企且未展期物企为+11.6%，民企且已展期物企为-1.2%；无关联房企物企为+15.0%。当前物业板块中，国企及民企背景的物企明显分化，与地产行业中的国企和民企明显分化的趋势一致。由于关联房企在新交付管理面积规模和非业主增值服务业务体量两方面对关联物业公司有直接影响，而在当前房地产行业中，国企开发商在销售、拿地、融资等多方面的表现均优于多数民营开发商，能够给予关联物企更大力度的支撑。

50家上市物企中，收入最高的三家分别是碧桂园服务、万物云、绿城服务，2023年上半年收入分别为207亿元、160亿元、82亿元，同比分别+3.4%、+12.5%和+20.1%。

图表6: 1H23 上市物企收入总额同比+9.4%



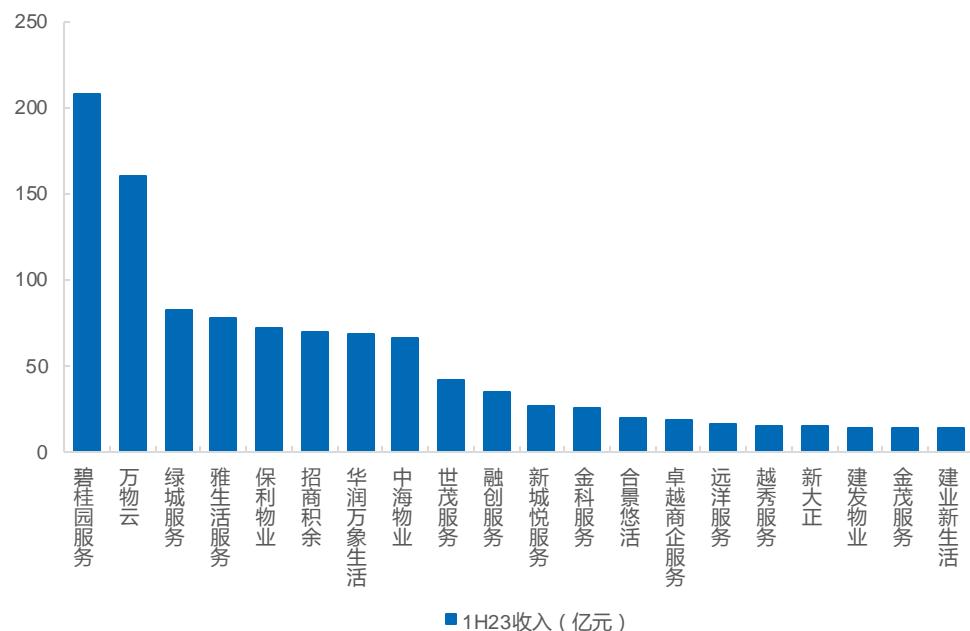
图表7: 各类样本物企的收入增速走势



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

图表8: 1H23 上市物企收入前20名



来源: wind, 国金证券研究所

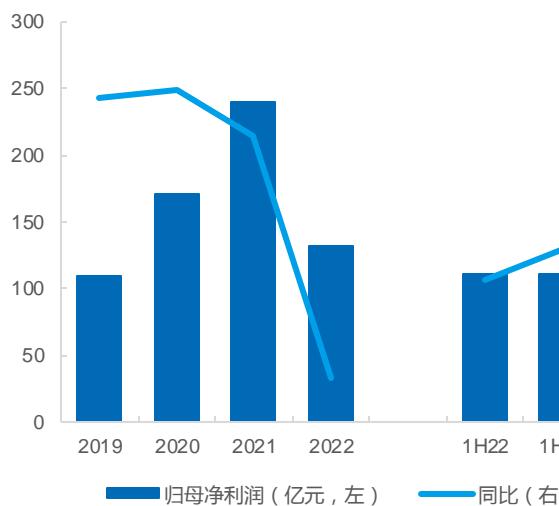
### 国企利润增速放缓，多数民企利润下滑

2023年上半年，50家上市物企归母净利润总额111亿元，同比+0.4%。这主要因为：①外部受到宏观经济环境和地产行业下行影响，内部员工成本支出相对刚性，多数物企综合毛利率下滑。②受关联房企拖累，部分民企物企对应收账款等计提了大额减值，导致当期大幅亏损。其中建业新生活归母净利润下滑幅度最大，其对贸易应收款、应收票据、其他应收款共计提减值8.4亿元（2022H1为1.4亿元），导致2023H1归母净亏损达3亿元（2022H1为归母净利润2.9亿元）。③对商誉计提减值。

从各类样本物企的归母净利润同比增速来看，2023年上半年国企物企为+26.2%，民企且未展期物企为-1.4%（雅生活服务归母净利润同比-20.7%），民企且已展期物企为+4.8%（去年同期计提大额减值，释放业绩压力），无关联房企物企为+0.6%。国企物企和民企物企之间的利润分化程度较收入分化更为显著，主要因为在毛利率下滑和应收账款&商誉减值方面，民企物企下滑程度远大于国企物企。

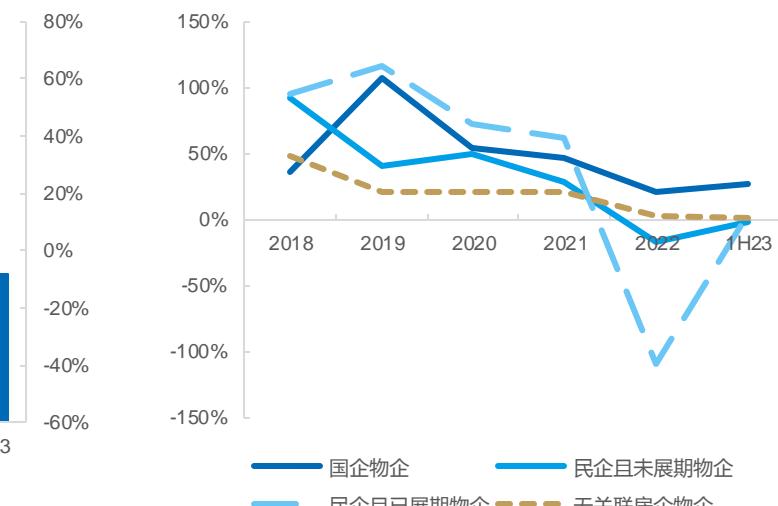
50家上市物企中归母净利润最高的三家分别是碧桂园服务、华润万象生活、万物云，2023年上半年归母净利润分别为24亿元、14亿元、10亿元，同比增速分别为-8.7%、+36.5%和+14.3%。

图表9: 1H23 上市物企归母净利润总额同比+0.4%



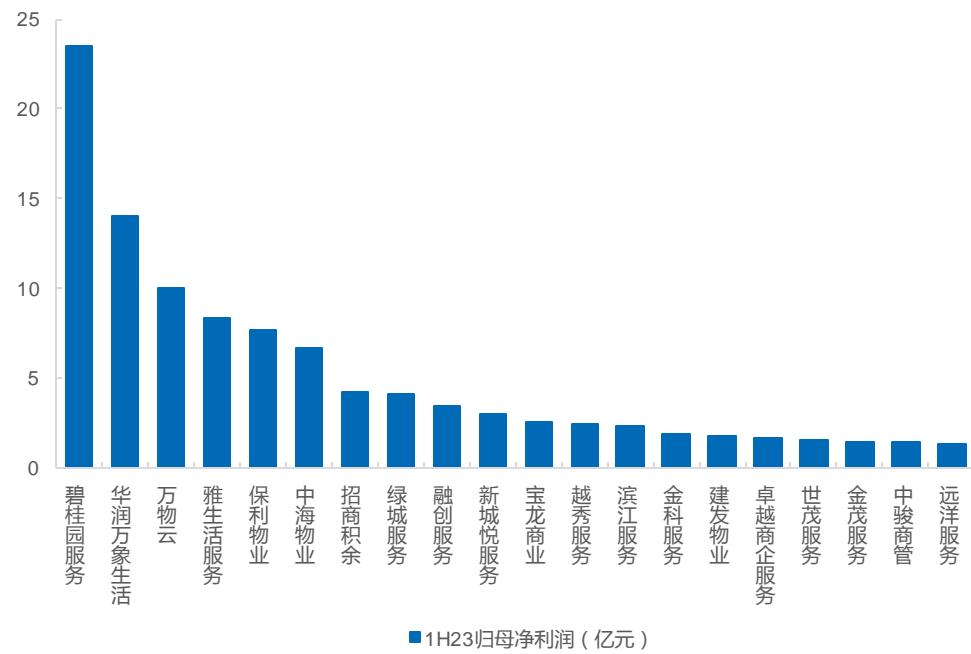
来源: wind, 国金证券研究所

图表10: 各类样本物企的归母净利润增速走势



来源: wind, 国金证券研究所

图表11: 1H23上市物企归母净利润前20名



来源: wind, 国金证券研究所

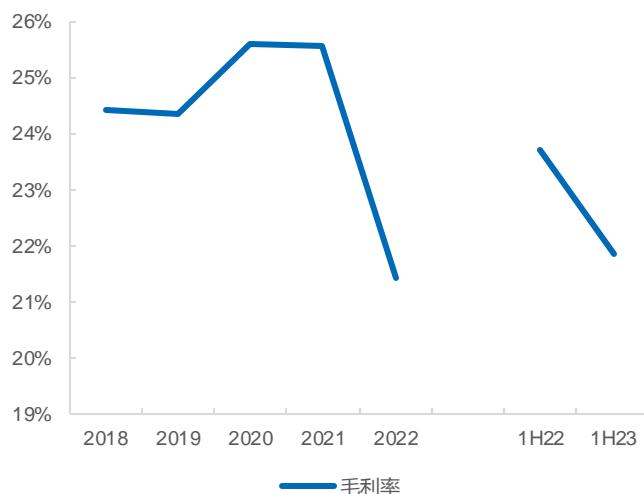
### 整体毛利率小幅下滑，国企下滑幅度小于民企

2023年上半年，50家上市物企的整体毛利率为21.9%，同比下降1.9个百分点。主要因为三大主营业务毛利率普遍下滑：基础物管毛利率下滑主要因为物业费提价较为困难而人工成本相对刚性、无形资产摊销增加、第三方外拓占比持续提升（外拓项目毛利率一般低于关联房企新交付项目）；社区增值服务毛利率下滑主要因为消费复苏动能较弱、收入结构变化；非业主增值服务毛利率下滑主要因为地产下行期房企对成本管控更为严苛，其中民企物企该业务的毛利率下滑尤为明显。

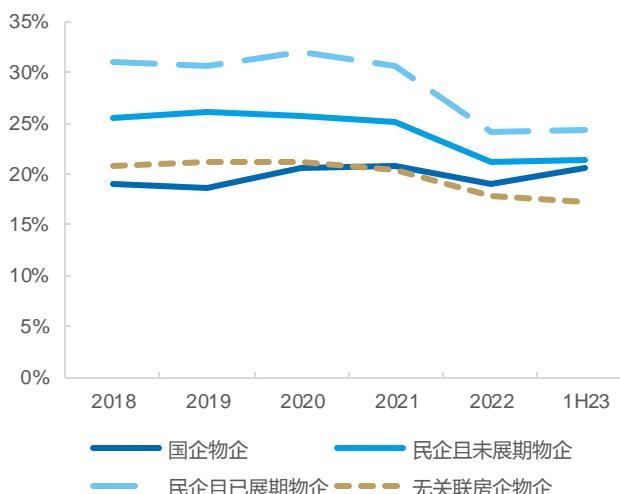
从各类样本物企的毛利率高低来看，2023年上半年国企物企毛利率20.5%，同比上升0.6ppt；民企且未展期物企毛利率21.4%，同比下降3.5ppt；民企且已展期物企毛利率，同比下降2.8ppt；无关联房企物企毛利率17.6%，同比下降2.4ppt。

50家上市物企中毛利率最高的三家分别是星盛商业、祈福生活服务、新希望服务，2023年上半年毛利率分别为57.1%、48.6%、37.7%。

图表12: 1H23上市物企毛利率同比下滑1.9个百分点



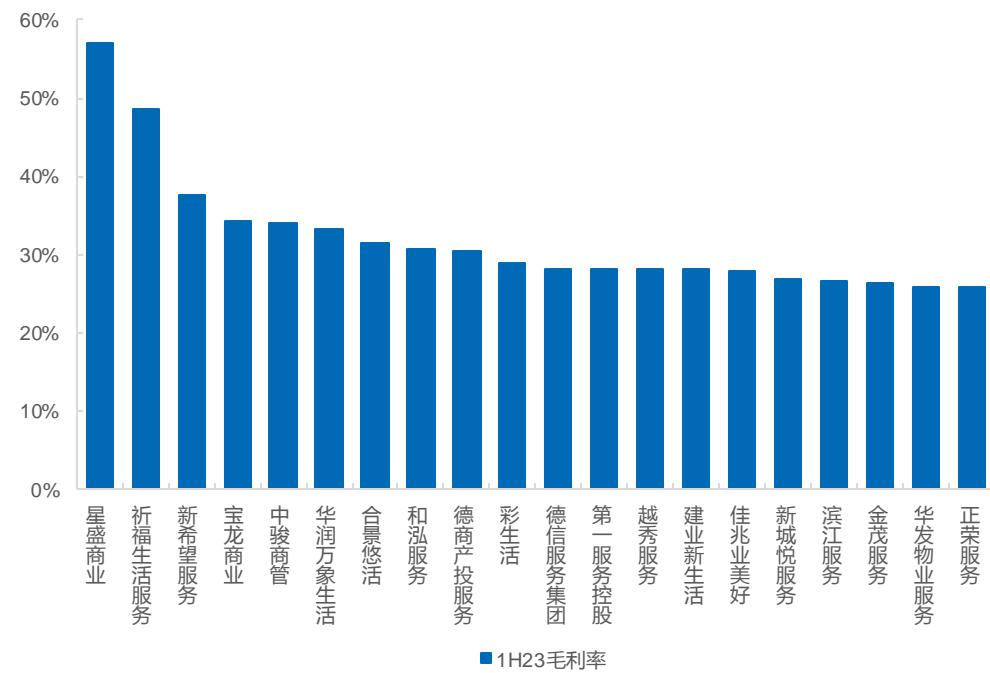
图表13: 各类样本物企的毛利率走势



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

图表14: 1H23上市物企毛利率前20名



来源: wind, 国金证券研究所

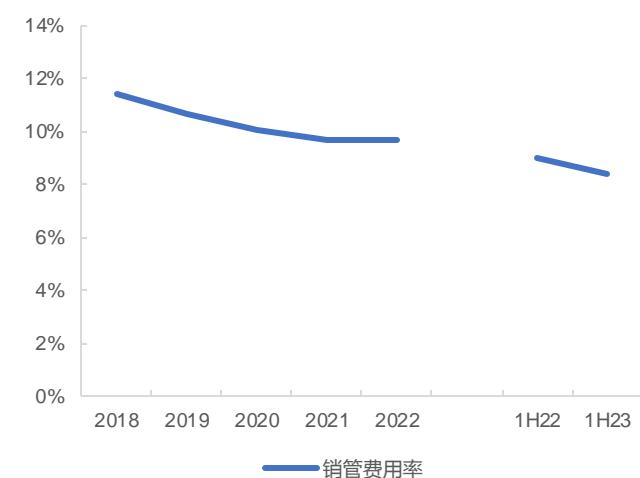
### 降本增效管控费用，销管费用率持续下滑

由于多家物企将销售费用及管理费用合并列示于损益表上，为保障数据可比性，我们不单独分析销售费用率与管理费用率，统一采用销管费用率来衡量各家物企的费用管控能力。

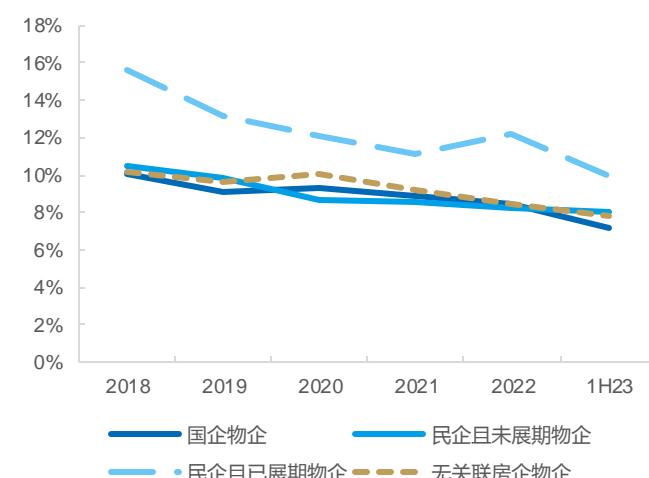
2023年上半年，50家上市物企的整体销管费用率为8.4%，同比下降0.6个百分点。

从各类样本物企的销管费用率来看，2023年上半年国企物企销管费用率7.2%，同比下降0.8ppt；民企且未展期物企销管费用率8.0%，同比下降0.2ppt；民企且已展期物企销管费用率9.9%，同比下降0.7ppt；无关联房企物企销管费用率7.8%，同比下降0.7ppt。

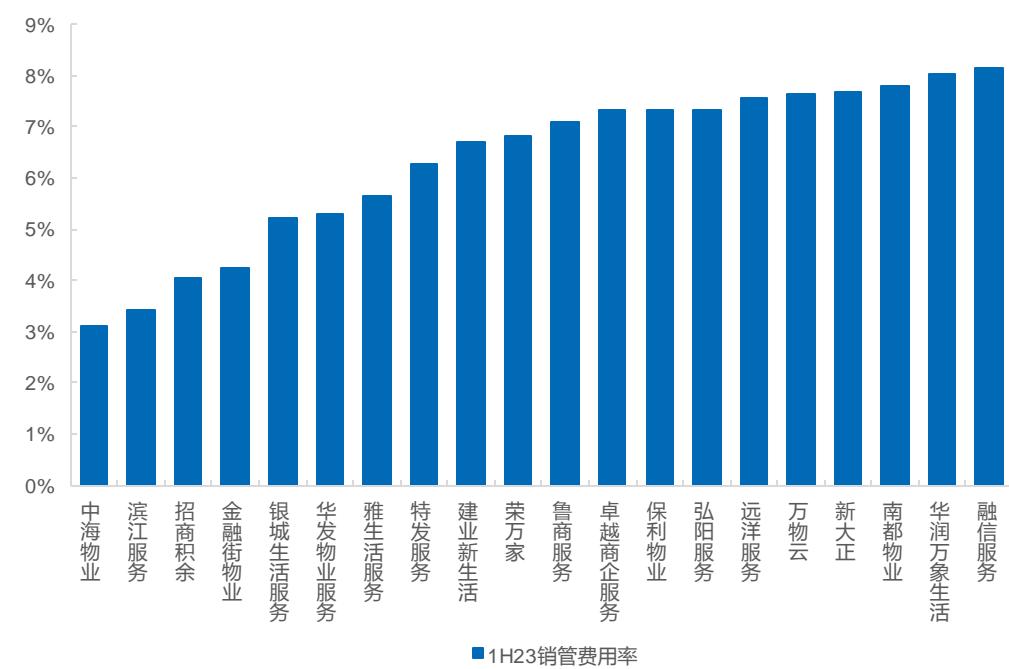
50家上市物企中销管费用率最低的三家分别是中海物业、滨江服务、招商积余，2023年上半年销管费用率分别为3.1%、3.4%和4.0%。

**图表15: 1H23上市物企销管费用率同比下降0.6个百分点**


来源: wind, 国金证券研究所

**图表16: 各类样本物企的销管费用率走势**


来源: wind, 国金证券研究所

**图表17: 1H23上市物企销管费用率前20名**


来源: wind, 国金证券研究所

## 资产负债表：应收账款周转天数拉长，现金保持充裕

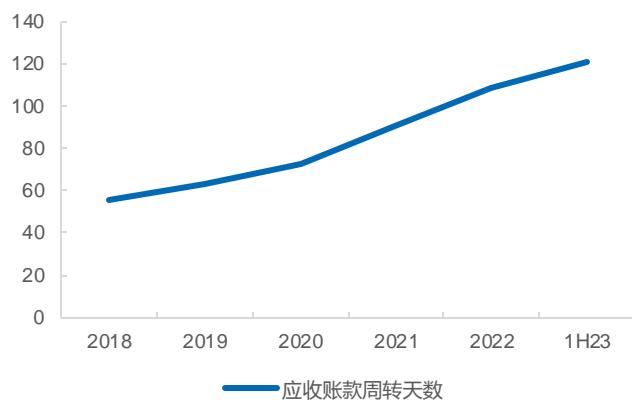
### 贸易应收账款周转天数拉长成行业共性问题

2023年上半年，50家上市物企的整体贸易应收账款周转天数约121天，较2022年底增加约13天。

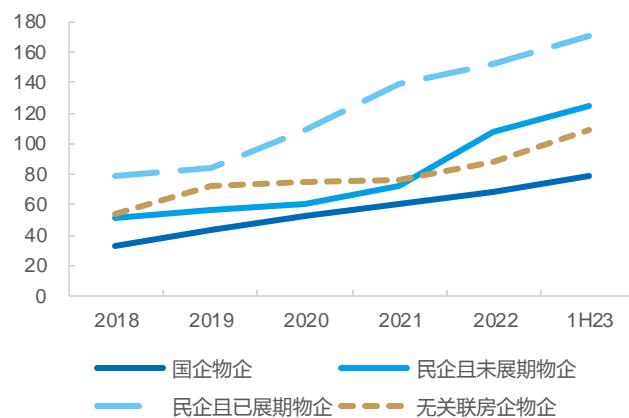
从各类样本物企的贸易应收账款周转天数来看，2023年上半年国企物企贸易应收账款周转天数约79天，较2022年底增加10天；民企且未展期物企贸易应收账款周转天数约125天，较2022年底增加17天；民企且已展期物企贸易应收账款周转天数约171天，较2022年底增加19天；无关联房企物企贸易应收账款周转天数约109天，较2022年底增加20天。贸易应收账款周转天数普遍增加成行业共性问题，一方面是因为宏观经济环境的影响，物业费收缴情况不如往年，地方政府财政紧张，ToG类业务的支付账期拉长；另一方面，民营开发商陷入发展困境后支付能力下降，多数民营物企关联方的应收账款回收相较之前更久。

50家上市物企中贸易应收账款周转天数最低的三家分别是星盛商业、祈福生活服务、宝龙商业，2023年上半年贸易应收账款周转天数分别约9天、42天、48天。

图表18: 1H23上市物企贸易应收账款周转天数持续走高



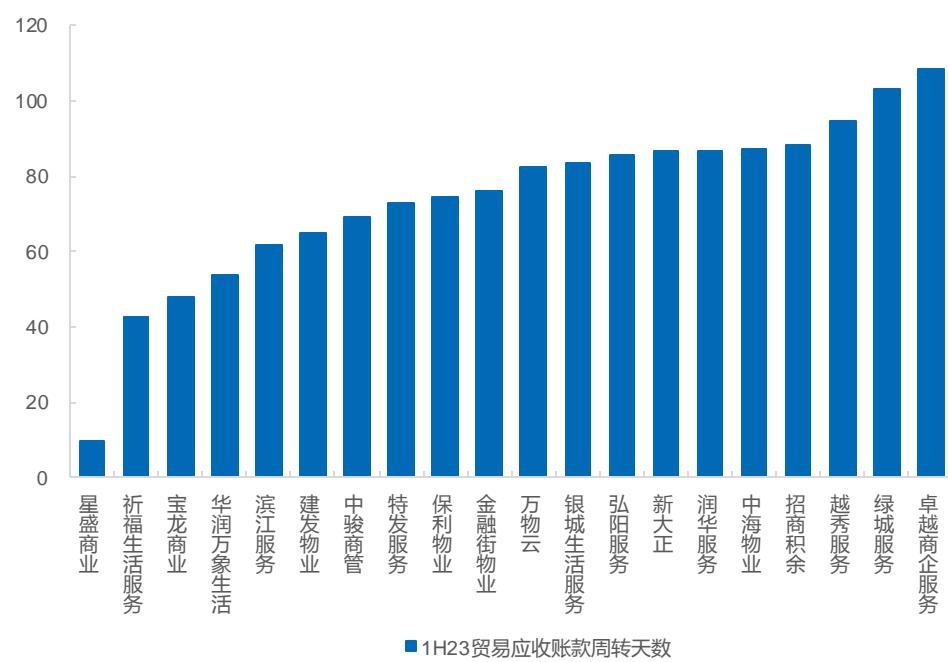
图表19: 各类样本物企的贸易应收账款周转天数走势



来源: wind, 国金证券研究所 注: 全年取 360 天, 半年取 180 天, 下同

来源: wind, 国金证券研究所

图表20: 1H23上市物企贸易应收账款周转天数前20名



来源: wind, 国金证券研究所

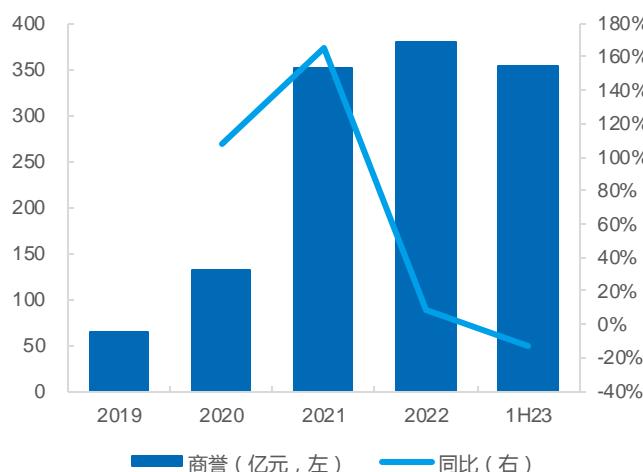
### 商誉有所下降，并购趋向谨慎

2023年上半年，50家上市物企的商誉总额为355亿元，同比下降13.4%，较2022年底下降6.8%。主要因为上市物企延续了对收并购的谨慎态度，收紧了收购举动。根据中指院的数据，2023年上半年共发生70宗并购事件，但交易对价普遍较小，单项并购金额超过5亿元的案例仅一宗，上半年交易对价合计25亿元，同比下滑66%。我们认为收并购市场持续低迷的外部原因有：①2021年是上市物企的并购大年，彼时部分民营开发商陷入流动性危机通过出售旗下物业公司回笼现金，大部分优质标的在当时被并购，透支了后续的潜在需求。②受地产下行等多重因素影响，上市物企的估值大幅下杀，而一级市场估值虽有所下滑，但幅度小于二级市场。内部原因有：①此前已经完成数笔并购的民企物企将更多精力放在投后整合上暂缓新增并购；②此前完成并购的物企遇到投后整合不畅、标的公司项目质量低于预期、计提减值等问题，令其他持观望态度的物企更为谨慎。

从各类样本物企的商誉来看，2022年国企物企商誉59亿元，较2022年底下降4.2%；民企且关联房企未展期物企商誉46亿元，同比+1.2%；民企且关联房企已展期物企商誉合计202亿元，同比-7.4%；无关联房企物企未发生收并购无商誉。

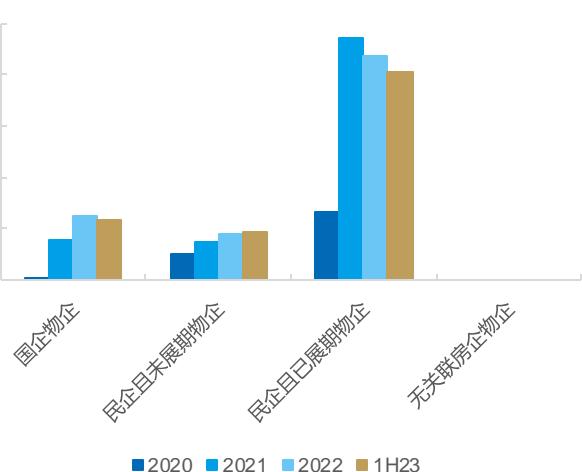
50家上市物企中商誉最高的三家分别是碧桂园服务、万物云、雅生活服务，截至2023年中期商誉分别为179亿元、37亿元和33亿元。

图表21: 1H23上市物企商誉总额同比-13.4%



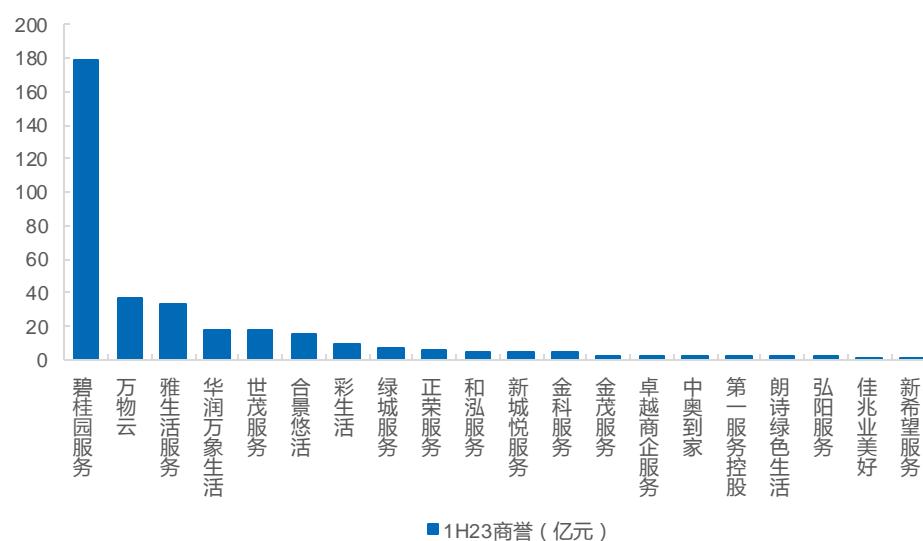
来源: wind, 国金证券研究所

图表22: 各类样本物企的商誉走势（亿元）



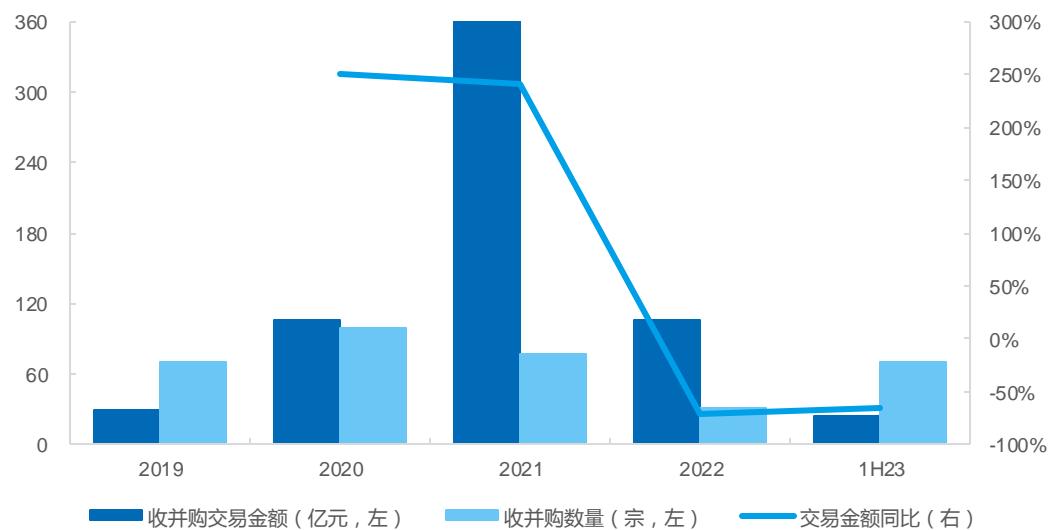
来源: wind, 国金证券研究所

图表23: 1H23上市物企商誉前20名



来源: wind, 国金证券研究所

图表24: 上市物企收并购交易金额自2021年后持续放缓



来源: 中指院, 国金证券研究所

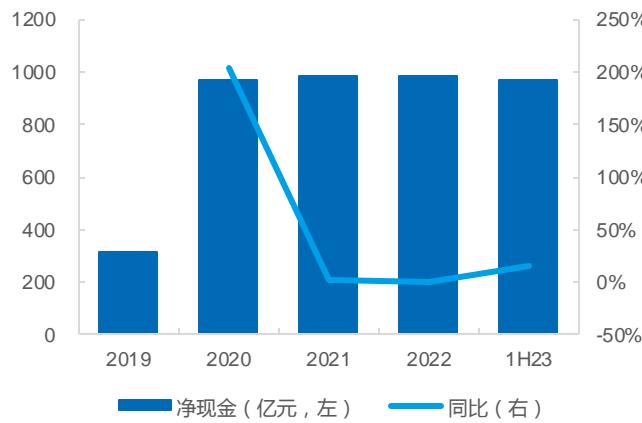
## 净现金小幅下滑，整体依然充裕

2023年上半年，50家上市物企的净现金总额为968亿元，同比增长16.3%，较2022年底减少1.7%，整体仍处于较为充裕的水平。物业公司作为“现金奶牛”的属性仍未改变。

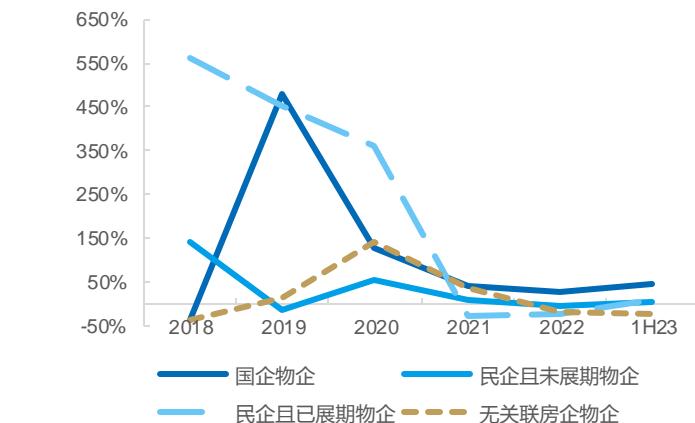
从各类样本物企的净现金来看，2023年上半年国企物企净现金423亿元，较2022年底减少6.7%；民企且未展期物企净现金120亿元，较2022年底减少3.4%；民企且已展期物企净现金217亿元，较2022年底增加10.9%；无关联房企物企净现金7亿元，较2022年底减少43.9%。

50家上市物企中净现金最高的三家分别是华润万象生活、万物云、碧桂园服务，2023年上半年净现金分别为127亿元、123亿元、107亿元。

图表25：1H23上市物企净现金总额同比+16.3%



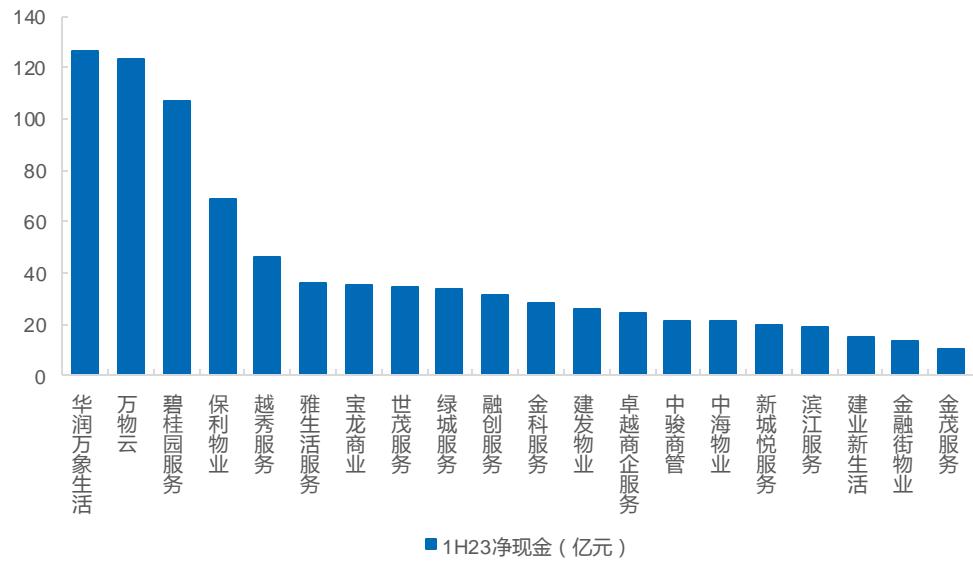
图表26：各类样本物企的净现金走势



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

图表27：上市物企2022年净现金前20名



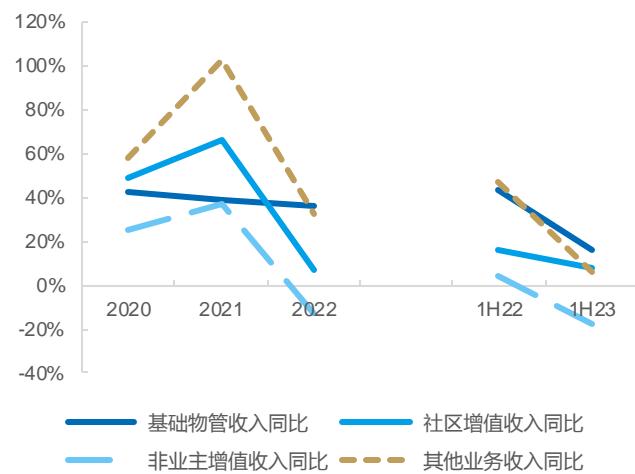
来源：wind，国金证券研究所

## 业务结构分析：基础物管抗周期性强，国企面积增速超民企

### 基础物管抗周期性强，非业主增值同比下滑

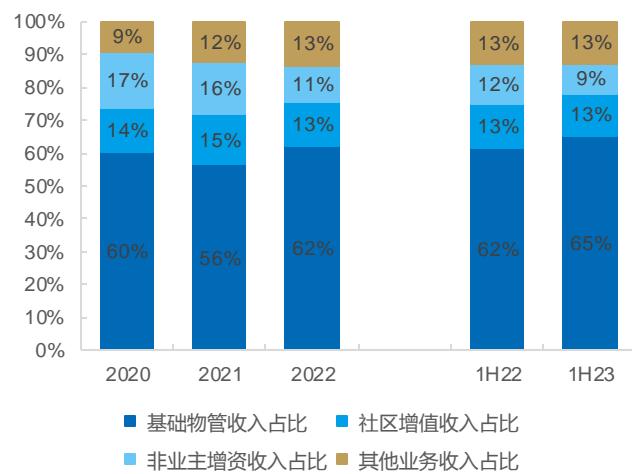
2023年上半年，20家样本房企的收入结构持续发生变化。其中：①基础物管因为“存量+增量”的商业模式，通过“内生+外拓”共同驱动增长，抗周期性较强，2023年上半年收入仍保持了16%的同比增速，收入增速是各项业务中最快的。在总收入中的占比较2022年同期提升了4个百分点至65%，进一步夯实了物企业绩“压舱石”的地位。②非业主增值服务因为受到地产下行影响较大，该板块业务收入同比下滑17%，成为唯一负增长的业务板块，占总收入的比重同比下滑了3个百分点至9%。③社区增值服务收入增速放缓，同比增长7%，增速较去年同期下降8个百分点。不同企业的社区增值服务收入分化，金科服务等物企由于亏损等原因，主动收缩了部分不具备优势的子业务，社区增值服务收入同比下降20%；而滨江服务、建发物业等物企在子业务选择上有的放矢，开拓了自营硬装业务，社区增值服务收入分别同比增长212%、94%。

图表28：样本物企各业务收入的同比增速走势



来源：各公司公告，国金证券研究所

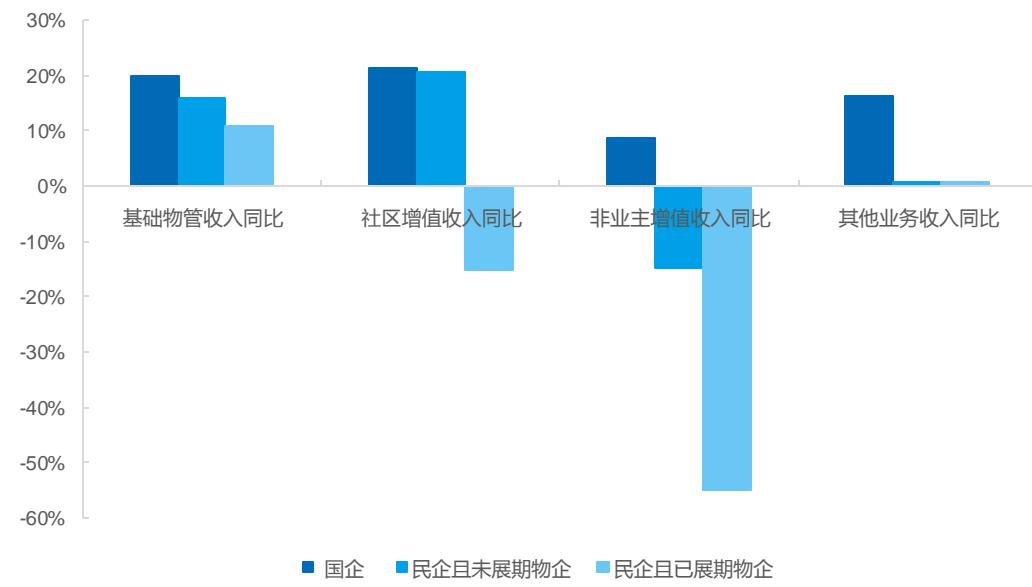
图表29：样本物企各业务收入的占比走势



来源：各公司公告，国金证券研究所

进一步对比不同类型物企的收入表现可以发现，需要投入大量人力物力运营的社区增值服务以及跟地产关联度高的非业主增值服务收入表现差异是导致各类物企收入分化的主要原因。2023年上半年，国企物企、民企且未展期物企、民企且已展期物企的基础物管收入同比增速分别为+20%、+16%、+11%，相差不大。而从社区增值服务收入同比增速来看，国企物企、民企且未展期物企、民企且已展期物企分别为+21%、+21%、-15%。从非业主增值服务收入同比增速来看，国企物企、民企且未展期物企、民企且已展期物企分别为+9%、-15%和-55%。

图表30：不同类型物企2022年各业务收入同比增速对比



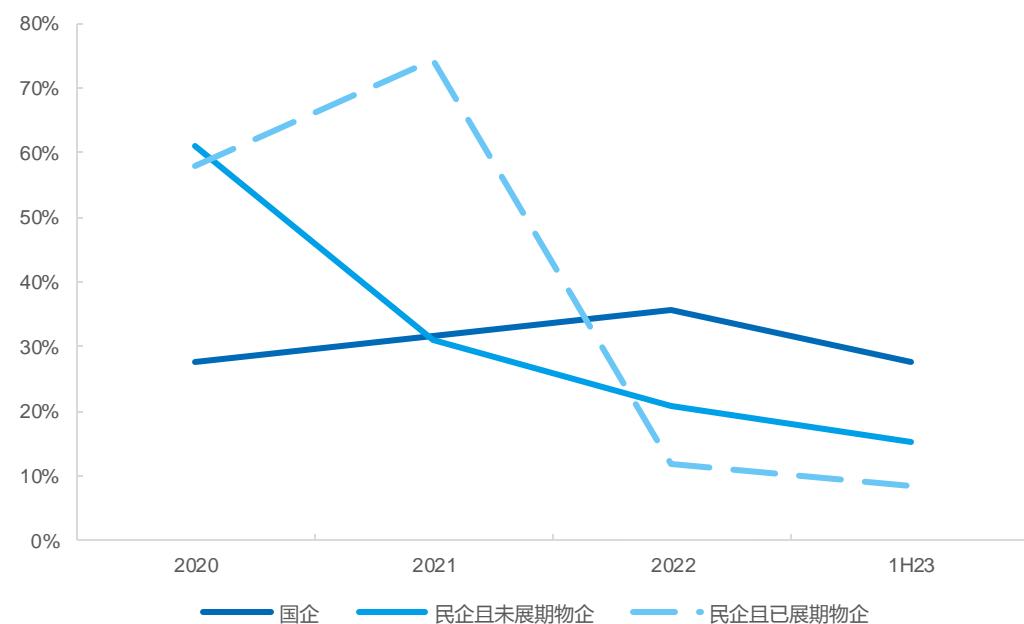
来源：各公司公告，国金证券研究所

### 国企在管面积同比增速超过民企

国企物企在管面积增速同样高于民企物企。在2020年和2021年，因为民企物企在并购和外拓方面更为激进，因此在管面积增速高于国企物企。直至2022年该趋势发生逆转，国企物企在管面积增速开始高于民企物企，主要原因在于：①民企物企的关联房企普遍陷入流动性困境，新交付面积大幅下降，而国企房企普遍不存在交付风险。②国企成为收并购市场的主角，2022年物企并购对价中国企占比达60%，其中单笔交易额最大的是华润万象生活以22.6亿元对价收购了中南服务100%股权。③部分民企物企口碑受损，容易丢盘且外拓方面进展容易不及预期。④多家民企物企的经营导向从注重增速转向注重质量，不再为了盲目扩规模而承接各类层次不齐甚至亏损的项目，并且退出了大量低效盘。

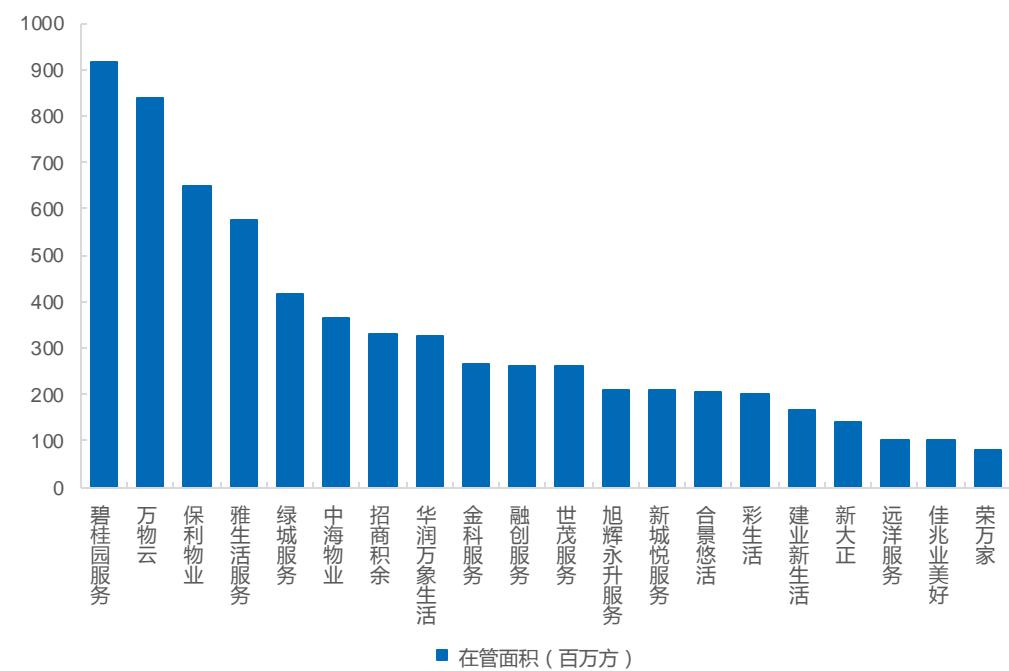
截至2023年中期，国企物企、民企且未展期物企、民企且已展期物企的在管面积分别较去年同期+27.6%、+15.2%、+8.5%；国企物企、民企且未展期物企、民企且已展期物企的在管面积分别较2022年年底+13.2%、+6.4%、+4.9%。

图表31：1H23 国企物企在管面积同比增速高于民企物企



来源：各公司公告，国金证券研究所 注：因数据缺失，此处国企物企不含万物云

图表32：1H23 上市物企在管面积前 20 名



来源：各公司公告，国金证券研究所 注：万物云未披露 1H23 的在管面积，其 1H22 在管面积为 8.4 亿方；旭辉永升服务未披露 1H23 的在管面积，其 2022 年年末在管面积为 2.1 亿方。

## 投资建议

房地产市场自 2021 年下半年进入深度调整以来，关联房企的发展状况持续影响着物业公司的经营情况及在资本市场的表现。正如我们在此前发布的《业绩持续承压，分化是主旋律》等报告中所提到的，当前国企开发商在销售、拿地、融资端的表现均好于民企，部分头部央国企及改善型房企具备竞争优势，有望实现强者恒强。因此在国企物企中，我们推荐建发物业、华润万象生活、中海物业、保利物业，有望保持较高的业绩增速。

同时在民企物业中，我们看好滨江服务，其关联房企虽是民企，但经营稳健，深耕基本面较好的浙江区域，主打中高端改善型产品，2023 年 1-8 月全口径销售金额同比+22%，全年有望保持正增长态势。

图表33：覆盖的物业公司估值表

股票代码	公司	评级	市值 (亿元)	PE			归母净利润(亿元)			归母净利润同比增速		
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
9666.HK	金科服务	买入	53	N.A.	12	11	-18	4	5	-272%	123%	14%
6098.HK	碧桂园服务	买入	274	14	7	6	19	40	45	-52%	107%	11%
1209.HK	华润万象生活	买入	702	32	25	21	22	28	34	28%	27%	20%
3316.HK	滨江服务	买入	46	11	9	7	4	5	7	28%	27%	29%
6626.HK	越秀服务	买入	41	10	9	7	4	5	6	16%	16%	16%
2156.HK	建发物业	买入	43	18	13	9	2	3	5	55%	39%	36%

来源: wind, 国金证券研究所 注: 盈利预测均为国金预测; 时间截至 2023 年 9 月 19 日

## 风险提示

地产销售复苏程度低于预期。当前各地需求端支持政策密集出台, 若政策效果不佳, 市场热度短暂冲高后持续回落, 全年销售复苏程度或不及预期。

外拓市场竞争过于激烈形成恶性竞争。外拓愈发成为物企规模增长主要来源, 若外拓市场出现恶性竞争, 则物业公司外拓项目利润率将显著下滑, 这将影响物业公司的业绩增长和盈利能力。

增值服务发展不顺。增值服务的发展有其可行性, 但也考验物业公司的品牌力和打通供应链的能力, 若部分物业公司能力不足, 或无法实现较好增长。

应收账款坏账超预期。当前多数民营房企现金压力仍大, 地方政府财政压力也不轻, 若回收不利, 物业公司或要加大坏账拨备, 这会影响业绩增长。

商誉减值风险。若并购标的经营情况恶化, 或有商誉减值风险。

**行业投资评级的说明:**

买入: 预期未来3—6个月内该行业上涨幅度超过大盘在15%以上;

增持: 预期未来3—6个月内该行业上涨幅度超过大盘在5%—15%;

中性: 预期未来3—6个月内该行业变动幅度相对大盘在-5%—5%;

减持: 预期未来3—6个月内该行业下跌幅度超过大盘在5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

---

**上海**

电话：021-80234211  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号  
紫竹国际大厦 5 楼

**北京**

电话：010-85950438  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100005  
地址：北京市东城区建内大街 26 号  
新闻大厦 8 层南侧

**深圳**

电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心  
18 楼 1806

---